# Securities Regulation in Canada:

## An Inter-Provincial Securities Framework

***Discussion Paper***

**June 2003**

## Steering Committee of Ministers

Greg Melchin (Chair), Minister of Revenue, Alberta

Janet Ecker, Minister of Finance, Ontario

Yves Séguin, Minister of Finance, Quebec

Kevin Falcon, Minister of State for Deregulation, British Columbia

Greg Selinger, Minister of Finance, Manitoba

Eric Cline, Minister of Justice, Saskatchewan

### Ministers from all other provinces and territories

Ronald S. Russell, Minister of Environment and Labour, Nova Scotia

Bradley Green, Minister of Justice and Attorney General, New Brunswick

Jeffery Lantz, Attorney General, Prince Edward Island

George Sweeney, Minister of Government Services and Lands, Newfoundland and Labrador

Roger T. Allen, Minister of Justice, Northwest Territories

Glenn Hart, Minister of Community Services, Yukon

Paul Okalik, Minister of Justice, Nunavut

**ISBN 0-7785-2993-2**

# Securities Regulation in Canada:

## An Inter-Provincial Securities Framework

***Discussion Paper***

Effective securities regulation is key to investor protection and efficient, vibrant and competitive national and local capital markets.

Many stakeholders have expressed concerns about the ability of the current securities regulatory framework in Canada to keep up with the pace of change. At the same time, investor confidence has been shaken by substantial downturns in world equity markets and corporate scandals in the United States.

In recent years, all of Canada's provinces and territories and their securities regulatory authorities have made significant progress towards a more harmonized securities regulatory framework. Provincial and Territorial Ministers recognize that even more needs to be done to make the framework efficient and effective and they understand the importance of addressing the issues raised by stakeholders.

Ministers have agreed to work together to identify improvements to the existing framework that will inspire investor confidence and create a more efficient, streamlined and effective securities regulatory framework. The initiative is being led by a Steering Committee of Ministers, chaired by Alberta's Minister of Revenue, and includes the provincial Ministers responsible for securities regulation in British Columbia, Saskatchewan, Manitoba, Ontario and Québec.

This paper sets out the goal and principles that will guide Ministers in this reform initiative and the issues identified by stakeholders. It then proposes a system to be considered by all provinces and territories that would be an important step forward in addressing many issues in the short term, while leaving the door open for future improvements.

Ministers are seeking the views of stakeholders on how to build on the strengths of the current framework to better meet the needs of Canadian investors and market participants. After sections two and three of this paper are questions that may be useful in structuring your comments.

Please send your written comments in hard copy or, preferably, in electronic format to:

Ms. Mary Ellen Rainey
Securities Policy Advisor
Financial Sector Policy
402 Terrace Building
9515 - 107 Street
Edmonton, AB T5K 2C3
securities.submissions@gov.ab.ca

**The deadline for all submissions is July 15, 2003.**

Please direct any questions regarding the content of the discussion paper with your contact information to securities.submissions@gov.ab.ca.

All comments and opinions received in response to this discussion paper will be shared with provinces and territories and become the property of the provincial and territorial governments of Canada. While personal or confidential business information will be protected where possible, the provinces and territories reserve the right to publicly disclose the submissions in accordance with freedom of information and protection of privacy legislation. A summary of the submissions will be made public and will be posted on the Alberta Revenue website.

# Table of Contents


| | | |
|---|---|---|
| 1.0 | Introduction | 1 |
| | 1.1 Background - Need for an Inter-Provincial Securities Initiative | 1 |
| | 1.2 Goal of Inter-Provincial Securities Initiative | 2 |
| | 1.3 Principles of the Inter-Provincial Securities Initiative | 2 |
| 2.0 | Existing Structural Regulatory Issues | 2 |
| | 2.1 General Issues | 2 |
| | 2.2 Detailed Structural Issues | 4 |
| | 2.2.1 Problems for Issuers and Registrants | 4 |
| | 2.2.2 Problems for Marketplaces and Self-Regulatory Organizations (SROs) | 4 |
| | 2.2.3 The Need for a Responsive, Resilient Framework with a Strong International Voice | 6 |
| | 2.2.4 Enforcement-Related Problems | 7 |
| | 2.2.5 Questions Regarding Existing Structural Regulatory Issues | 8 |
| 3.0 | A New Securities Regulatory Framework | 9 |
| | 3.1 Passport System | 10 |
| | 3.1.1 Questions Regarding Passport System | 14 |
| 4.0 | Conclusion | 14 |

# 1.0 Introduction

## 1.1 Background - Need for an Inter-Provincial Securities Initiative

Capital markets are evolving at an unprecedented rate. The convergence of financial service providers, international competition for investment opportunities and capital for economic growth, and advances in information technology are reshaping the world of finance.

The forces of change will continue to affect markets in coming years. Regulators, industry representatives and legal practitioners have suggested that the securities framework can be further improved, particularly by reducing the barriers faced by issuers and registrants that wish to access markets in more than one jurisdiction in Canada.

In response, Canadian securities regulators have initiated a number of substantial reforms to harmonize and streamline the rules and administrative practices in the securities field. The Mutual Reliance Review System (MRRS) and the System for Electronic Document Analysis and Retrieval (SEDAR) were developed and adopted in the late 1990s. More recent initiatives include the National Registration Database (NRD) and the System for Electronic Disclosure by Insiders (SEDI), which are now being implemented. In addition, the Uniform Securities Legislation (USL) project, a major initiative of the Canadian Securities Administrators (CSA), will propose amendments to securities laws and rules to eliminate a significant majority of the remaining differences in laws.

These advances in harmonizing securities regulation should not be underestimated. Nevertheless, many participants in Canada's capital markets have advocated a more comprehensive approach to reforming the securities regulatory framework across Canada. The active support and involvement of provincial and territorial governments is vital for any successful reform to the securities regulatory framework.

In mid-February 2003, the ministers responsible for securities in Alberta, British Columbia, Ontario and Québec met to discuss the potential for a securities reform initiative driven by provinces and territories. In subsequent discussions, all provincial and territorial ministers personally committed to making significant reforms to the existing framework that will build upon the work of their regulators. Ministers have set an ambitious timeframe: a concrete action plan for the establishment of an improved provincial/territorial approach to securities reform is targeted for development by September 30, 2003.

In addition to this provincial-territorial initiative, the federal government has established a seven-person committee to study ways to improve the securities regulatory framework in Canada. This committee will report to the federal Finance Minister by November 30, 2003. The Wise Persons' Committee came into being on the suggestion of Harold MacKay in a report to the federal Finance Minister John Manley in November 2002. While the federal Wise Persons Committee may be a source of input to the inter-provincial securities initiative, securities regulation is an area of provincial jurisdiction and leadership for reform must come from the provinces and territories.

Additional sources of input could include the Final Report of the Five-Year Review Committee on Ontario's Securities Laws which was released recently and the British Columbia Securities Commission's legislative proposal called *"Securities regulation that works - the BC Model"* which has been published for comment.

103-05576/

## 1.2 Goal of Inter-Provincial Securities Initiative

Ministers identified the goal of the reform initiative. It is:

*To develop a provincial/territorial framework that inspires investor confidence and supports competitiveness, innovation and growth through efficient, streamlined and cost-effective securities regulation that is simple to use for investors and other market participants.*

## 1.3 Principles of the Inter-Provincial Securities Initiative

Ministers also identified the following principles that will be used to assess the appropriateness and effectiveness of the changes being considered:

- **Highest standards of investor protection that are effectively and consistently applied**
- **Efficient and cost-effective, streamlined and simplified, regulation**
- **Able to adapt to future marketplace changes**
- **Transparency, accessibility and accountability for stakeholders, within a clearly defined framework for accountability to governments**
- **"Harmonized" securities laws and rules, with well-defined parameters for exceptions to accommodate local and regional differences.**

A new regulatory structure must significantly improve the current framework, addressing most, if not all, of the issues raised by stakeholders.

---

# 2.0 Existing Structural Regulatory Issues

Some of the key concerns expressed by market participants about the current regulatory structure include calls for: greater efficiency in regulating issuers, registrants and others; more streamlined and simplified regulation that reduces the compliance burden on market participants; more responsive regulation; and better enforcement. This section includes some overview comments, followed by an outline of the structural issues. The tables embedded in the text describe the CSA's many initiatives that respond to the issues.

## 2.1 General Issues

**Dealing with Different Laws**

Over the years, reporting issuers and firms in the securities industry operating in more than one jurisdiction have noted significant direct and indirect costs incurred in identifying and complying with inter-jurisdictional variations in laws, rules and administrative procedures.

As part of their efforts to address this concern, the CSA has harmonized many regulatory requirements. More recently, the CSA has set up a committee of Securities Chairs and Vice Chairs to formulate and propose uniform securities laws that would apply throughout Canada. The committee reviewed existing securities legislation in Alberta, British Columbia, Manitoba, Ontario and Québec to identify best in class among existing provisions. On January 30, 2003, the CSA released a discussion paper outlining the securities regulators' proposals for a uniform law (see

Table 2.1 Uniform Securities Legislation (USL) Project). Going forward, it is recognized under the USL proposal that, if the USL proposal becomes law, it will be important to establish a workable mechanism to identify and adopt common legislative amendments on a timely basis to maintain uniformity.

**Complexity of Laws and Rules**

Some commentators characterize existing securities laws and rules as complex, prescriptive and voluminous. Although some degree of complexity in securities regulation is unavoidable given the complex nature of capital markets and many of the instruments and activities involved, regulation should be clear and avoid being duplicative or excessive relative to its benefits. While much of Canadian securities regulation has, in fact, already been made uniform through the cooperative efforts of Canadian regulators, complaints about the regulatory burden (in dollars and time) continue. Legislative harmonization, at least in key areas, may be a necessary but not sufficient solution to the problems raised by stakeholders.

An efficient, effective, streamlined and simplified regulatory framework remains an important, as yet unrealized objective.

As well, some commentators have argued that the current regulatory structure has hindered the ability of Canadian capital markets to compete internationally. Given the size and make-up of Canadian national and local capital markets, it is important that the securities regulatory framework be structured so that it is as efficient, effective, streamlined and simplified as possible to enhance Canada's ability to attract investors and issuers.

**Table 2.1 Uniform Securities Legislation (USL) Project**

- In recognition that each of Canada's provinces and territories have different securities legislation, in the fall of 2001, the CSA embarked on a project to develop, within two years, uniform securities legislation for the consideration of governments across Canada. This project, known as the USL Project, is the CSA's top priority and is part of a broader proposed regulatory reform strategy to reduce the burden of regulation on market participants and make regulation more effective in protecting investors and preserving market integrity.

- Although the primary focus of the USL Project is to harmonize securities legislation, the CSA has taken the opportunity to simplify and streamline the regulatory framework in areas where this complementary goal can be achieved within the project timeframe. Once the common platform is in place, further initiatives aimed at rationalizing and streamlining the legislation can proceed.

- The Concept Proposal outlines proposals for the harmonization of securities legislation developed during the study period. In some areas, substantive changes to current laws are contemplated. For the most part, proposed changes are either well-advanced CSA initiatives for which the USL Project presents an ideal opportunity to make necessary legislative amendments, or proposed changes that would further the project's complementary goal of streamlining and harmonizing the framework of securities regulation in Canada. The most significant proposed policy changes are:
  - A streamlined and uniform securities act with details contained in regulations to allow future changes to be made in a timely and harmonized manner through the rule-making process.
  - The ability for a securities regulator to delegate decision-making across all regulatory functions to another securities regulator.
  - A streamlined system for inter-jurisdictional registration of investment firms and individuals.
  - A civil liability regime for secondary market participants.

See http://www.albertasecurities.com/documents/58/Proposal_235.pdf for further detail on the USL.

## 2.2 Detailed Structural Issues

In elaborating on these general issues, a number of specific issues concerning the existing regulatory structure in Canada have been identified. The following sections highlight specific problems and issues raised by stakeholders with respect to the current securities regulatory framework.

### 2.2.1 Problems for Issuers and Registrants

Under the current system, investment dealers, advisers and their representatives (registrants) and companies that raise financing in our capital markets (issuers) have said that they face a number of burdens due to differences in securities laws across Canada and the need to deal with a number of securities regulators.

Registrants must register in each jurisdiction in which they have clients and registration requirements are not identical across jurisdictions. This is thought to be more of a concern for registered firms that operate in more than one province than for individual representatives who tend to operate in only one province (see first two bullets in Table 2.2.1 for a description of CSA initiatives to address this concern).

Issuers typically must file a variety of documents with more than one securities regulator. For example, issuers must file a prospectus when they raise capital and afterwards must comply with continuous disclosure requirements such as the need to file material change reports. Prospectus, continuous disclosure and other filing requirements vary among jurisdictions. This can create additional costs and delays, as companies must often hire lawyers in each jurisdiction to make sure they are in compliance. Some issuers claim that the current system of prospectus and continuous disclosure requirements is costly, apart from any differences among jurisdictions, and hinders financing opportunities (see third, sixth and seventh bullets in Table 2.2.1 for a description of CSA initiatives to address this concern).

Insider trading reports for most issuers must be filed in multiple jurisdictions, making compliance costly and causing delays in reporting to investors (see fourth bullet in Table 2.2.1 for a description of CSA initiatives to address this concern).

Documents and applications for exemptions from securities laws must be submitted to regulators in each jurisdiction where the filing or exemption is required. Multiple filings and applications add time and expense for participants in Canada's capital markets and compliance is more difficult in cases where regulators' decisions are not consistent.

Some stakeholders argue that, while the Mutual Reliance Review System (MRRS) has enhanced harmonization and co-ordination, it is limited in what it can achieve since securities law is not uniform across jurisdictions and separate decisions are needed in each jurisdiction. These stakeholders also maintain that MRRS is not well-suited to increasingly common complex or novel transactions.

### 2.2.2 Problems for Marketplaces and Self-Regulatory Organizations (SROs)

Securities marketplaces and self-regulatory organizations operate nationally and each is recognized in several jurisdictions. They are subject to the rules of operation of each jurisdiction in which they operate; however, oversight primarily is undertaken by their principal regulator(s). Being subject to oversight of more than one regulator can result

**Table 2.2.1 CSA Initiatives to Address Problems for Issuers and Registrants**

- The National Registration Database (NRD), launched on March 31, 2003, is a web-based system that permits firms and individuals to file registration forms electronically. It has been designed, in consultation with industry representatives, to harmonize and improve the registration process across most of the jurisdictions of Canada. Separate arrangements apply in Québec.

- The CSA's Registration Streamlining System (RSS) allows salespersons registered in one jurisdiction to use copies of their registration form to apply for registration in other jurisdictions. This system changed administrative practices, not regulatory requirements. All existing local requirements remain in effect, and each participating CSA member continues to apply them. Each individual's suitability for registration continues to be assessed in each jurisdiction in which they work. Separate arrangements apply to salespeople registered in Québec or those who wish to apply to register in Québec.

- Under the CSA's Mutual Reliance Review System (MRRS), one regulator relies on the analysis and examination of a regulator in another province. Under MRRS, an issuer reporting to more than one regulator files documents with each of them, but generally deals with only one regulator.
  - MRRS is used now for the review of prospectuses and applications for exemptions that are filed in more than one jurisdiction. Work is underway to extend MRRS to the review of continuous disclosure filings.
  - MRRS is a mechanism to coordinate decision-making among securities regulators and to provide a single window for filers to deal with one regulator even when many jurisdictions are involved. While filers receive a single MRRS decision document evidencing the decisions of all jurisdictions, each jurisdiction still makes a local decision.

- The CSA has developed the System for Electronic Disclosure by Insiders (SEDI), which was brought into service in May 2003. Potential benefits include the ability for insiders to file a single report electronically, that is accepted in all jurisdictions, faster public access to insider reports for investors and more effective regulatory monitoring of compliance.

- In June 2002, CSA members published for comment a proposed rule that would allow public companies to abide by a single set of securities requirements in filing their financial statements and other continuous disclosure documents. They propose to introduce the rule later in 2003.

- In January 2000, the CSA published for comment a proposal for an integrated disclosure system that would allow faster and more flexible access to public markets for companies meeting more comprehensive and more timely continuous disclosure requirements.

- The System for Electronic Document Analysis and Retrieval (SEDAR), launched on January 1, 1997, allows reporting issuers and others to file electronically in one place, prospectuses, financial statements, annual reports and news releases, to satisfy the requirements of all provinces.

in added compliance costs and an inefficient administrative structure for vitally important components of our capital markets, such as the TSX Venture Exchange. Higher costs for stock exchanges lead to higher fees levied on companies seeking to raise capital, which restricts access to capital for companies and limits the investment choices available to investors. While steps have been taken to streamline oversight and approval processes, (see Table 2.2.2) there are still situations where duplication of oversight activities occurs across jurisdictions.

**Table 2.2.2 Current Efforts to Address Problems for Marketplaces and SROs**

- The CSA has created standardized trading rules and rules regulating the operation of marketplaces and allowed for the operation of alternative trading systems. This led to the creation of Market Regulation Services Inc. (RS Inc.), a self-regulatory organization charged with regulating the market conduct of persons trading through stock exchanges and other marketplaces.
- To reduce the administrative burden on stock exchanges and other marketplaces, securities authorities have signed a memorandum of understanding (MOU), assigning oversight of certain exchanges to a lead regulator(s). Some securities authorities have also signed MOUs to provide more streamlined supervision of other SROs such as RS Inc. and the Investment Dealers' Association.

### 2.2.3 The Need for a Responsive, Resilient Framework with a Strong International Voice

The securities regulatory framework must be able to assess and respond to changes in the marketplace and securities industry in a timely and co-ordinated manner to ensure that regulations remains current. A responsive framework enables innovation in capital markets while ensuring investor protection.

A number of provincial securities commissions now have the power to make rules that have the force of law. These powers are subject to requirements that proposed rules must be published for comment and, in most provinces, they also must be delivered to the responsible Minister for consideration. While rulemaking powers permit flexible and responsive securities regulation, concerns have been expressed that the time it takes to implement rules does not match the speed at which markets change. There may be ways to co-ordinate the development of rules across jurisdictions to improve current methods.

Some jurisdictions regularly update their securities legislation and regulation. However, there is no formal mechanism in place to co-ordinate legislative changes across jurisdictions (see first bullet in Table 2.2.3).

The securities regulatory framework also must be resilient enough to withstand stress in capital markets. The tools must be available to ensure urgent issues are managed smoothly in the immediate term and that any needed longer-term responses are appropriately crafted and implemented in a timely way. In response to corporate accounting scandals in the United States, and resulting changes in US securities regulation, some Canadian jurisdictions, including the federal government, have either introduced or announced measures intended to bolster investor confidence. However, these measures were taken without formal coordination. Some commentators have noted the importance of ensuring that any such moves are appropriate for the Canadian context (see third bullet in Table 2.2.3 for a description of CSA initiatives to address this concern).

Under the current framework, each provincial and territorial securities regulator participates in international organizations of securities regulators. The securities commissions of Ontario and Québec are each members of the International Organization of Securities Commissions (IOSCO) and actively participate in IOSCO committees. The Alberta and British Columbia commissions are associate members. All four of these commissions are members of the Council of Securities Regulators of the Americas (COSRA). All provincial and territorial securities regulatory authorities are members of the North American Securities Administrators Association (NASAA).

Some commentators are of the view that Canada's regulators do not speak with a single voice internationally. In an era of increasingly global capital markets and investment opportunities, some commentators have stressed the importance for Canada's securities regulators to speak with a single and authoritative voice. This concern reflects the need for strong representation of Canadian views in international forums that address global capital market issues and in discussions with key foreign agencies like the Securities and Exchange Commission (SEC), the federal securities regulator for the United States. Despite these concerns, however, Canadian regulators have played a significant role in international regulatory discussions and activities.

### 2.2.4 Enforcement-Related Problems

Concerns have been raised that the current regulatory framework may not include all the measures needed to allow regulators to work together effectively in enforcement matters.

For example, there is no statutory authority for regulators taking enforcement actions on behalf of others. However, some jurisdictions have a practice of imposing reciprocal enforcement orders, based on the orders in another jurisdiction, on registrants who engage in securities business in those other jurisdictions. Similarly, mechanisms are needed to ensure that regulators take a similar and coordinated approach to surveillance, investigation and enforcement to facilitate consistent regulation across jurisdictions (see first two bullets in Table 2.2.4 for a description of CSA initiatives to address this concern).

Concerns also have been raised by some that the objective of consistent regulation across jurisdictions may be frustrated by varying local procedural requirements that apply in court and securities commission hearings and differing judicial interpretations of similar securities laws. More common procedural requirements and practices could ensure common standards of due process and better facilitate joint hearings before more than one regulator.

In addition, the existence of differing local interpretations of the meaning and effect of harmonized securities laws is inconsistent with the objectives of harmonization.

Some in the regulatory community feel that harmonizing the areas of hearings and sanctions is less important than harmonizing the rules of access to and operation in the capital markets (see third and fourth bullets in Table 2.2.4 for a description of CSA initiatives to address this concern).

**Table 2.2.3 Current Efforts to Make Regulation More Responsive and Resilient, with a Strong International Voice**

- Through co-ordination by the CSA, many uniform national instruments have been implemented across Canada.
- The CSA consults with market participants and collaborates with other public bodies to ensure that regulatory responses are appropriate. This process has resulted in timely responses to urgent developments.
  - The CSA collaborated with the Office of the Superintendent of Financial Institutions and the Canadian Institute of Chartered Accountants in creating the Canadian Public Accountability Board in 2002.
  - The CSA responded to concerns about Y2K and the 2001 terrorist attacks in the United States, by developing contingency plans with industry and others to ensure that Canadian capital markets would continue to function normally in the aftermath of catastrophic events.
  - CSA members have cooperated in providing coordinated responses to IOSCO questionnaires and the IMF review of Canadian financial regulation.

**Table 2.2.4 Addressing Enforcement Issues**

- Statutory powers and administrative arrangements are in place in most provinces that permit sharing of information among CSA members. These arrangements also permit sharing information with other regulatory bodies and, subject to specific limits, with police or other persons responsible for the administration of criminal laws. These powers extend to sharing information with regulators and police in other countries.

- A series of bi-lateral and multi-lateral agreements (e.g. an MOU with the International Organization of Securities Commissions, IOSCO) facilitates the sharing of information and co-operation in enforcement matters between Canadian regulators and regulators and police authorities in other countries. The CSA concept proposal on the development of uniform securities laws includes provisions that would permit greater coordination among regulators on enforcement matters.

- Some stakeholders have raised the question of whether a greater separation of the tribunal function from other functions of securities regulators is required to deal with real or perceived conflicts of interest in provincial Commissions that perform multiple roles (e.g. policy setting, enforcement and adjudication). Canadian courts have held that the administrative tribunals, as they are currently structured, meet the requirements of their constituting legislation. In Québec, Bill 107 has created the Bureau de décision et de révision en valeurs mobilières, which is distinct from its securities regulatory agency, to act as an administrative tribunal in securities matters.

- In recent years, some enforcement proceedings national in scope have been resolved through joint hearings by regulatory authorities. If this approach were to be expanded, it could benefit from the development of rules and processes for joint hearings, as recommended in the USL paper.

### 2.2.5 Questions Regarding Existing Structural Regulatory Issues

**The following questions, as well as those listed on page 14, may serve as a guide in preparing your response.**

**Q1** Do you share the concerns respecting the issues described in this paper, and if so, do you feel they demand structural change? Are there additional, existing structural regulatory issues that have not been identified in this paper that would need to be addressed by a new securities regulatory framework?

**Q2** Which of the structural regulatory issues identified in this paper should be treated as highest priorities during this review of the securities regulatory framework?

**Q3** How well do current regulatory initiatives being undertaken by securities regulators through the Canadian Securities Administrators address the existing structural regulatory issues identified in this paper? What remains to be addressed in the Ministers' review?

**Q4** How important is it to the success of a new securities regulatory framework that we streamline and simplify regulatory requirements in addition to reducing duplication?

# 3.0 A New Securities Regulatory Framework

Ministers are strongly committed to building on, and fundamentally improving, the Canadian securities regulatory framework.

This paper presents for discussion a passport system, which Ministers have agreed should be consulted on as a practical and timely response to issues that have been identified in the marketplace.[1] Ministers believe that it is vital to consult with stakeholders in developing an approach that would be an important step forward in meeting their common goal for the Canadian securities regulatory system.

The passport system would result in each market participant dealing with only one regulator with respect to market access rules. The degree to which securities laws are harmonized across participating jurisdictions is a key factor in determining the extent to which the passport system would be adopted by jurisdictions. If securities laws were not substantially harmonized, there would be greater potential for jurisdictions to decline to join or to withdraw from the passport framework because of dissatisfaction with the application of different laws.

Harmonization could be characterized as meaning that laws and rules in each jurisdiction would be uniform to the greatest extent possible, and would be similar in intent when uniformity is not possible. Alternatively, some would argue that harmonization could rely on a common set of principles designed, for example, to provide equivalent investor protection and to avoid imposing conflicting requirements on market participants. Provinces would like to hear stakeholders' views regarding their views on the degree of harmonization that would be necessary to achieve the goal identified by Ministers, that is:

> *to inspire investor confidence and support competitiveness, innovation and growth through efficient, streamlined and cost-effective securities regulation that is simple to use for investors and other market participants.*

During their initial deliberations, Ministers also examined several other possible models that could serve as the basis for a new securities regulatory structure. Two of the options, a single, federal regulator and a dual, federal-provincial regulatory framework (similar to the framework in the United States) did not respect provincial responsibility for the area of securities and were rejected. The following section describes more fully a passport system, followed by a discussion of how the system is consistent with the principles of this initiative (see Section 1.3) and how it would address issues raised by stakeholders (see Sections 2.0 to 2.2).

---

1 Ontario supports consulting on a passport system based on the view that, if implemented, it would represent an incremental improvement to the current securities regulatory framework. However, Ontario believes that this model does not go far enough in addressing the concerns of national and international issuers and registrants. As well, Ontario feels that an alternative approach of a single provincial-territorial regulator with law that is uniform or very closely harmonized in almost all respects and which includes a well-defined mechanism for amendment or use of local rules would make capital markets more attractive to both domestic and foreign participants as well as providing for consistent high standards of investor protection across Canada. Consequently, Ontario feels that the consultation would benefit from the discussion of this alternative approach.

## 3.1 Passport System

**Description:**

The passport system would, through legislation, authorize jurisdictions to enter into agreements that would enable a host jurisdiction's regulator to rely on a primary jurisdiction's regulator to perform its supervisory duties regarding market access rules. (A host jurisdiction is the province or territory in which the market participant is operating or offering securities. A primary regulator is the regulator responsible for overseeing the market participant. Market participants include issuers and registrants.) This system would be relatively simple to implement and could be adopted in a timely manner as it builds on the existing regulatory structure and mutual reliance review system.

Registrations and filings for national or multi-jurisdictional market access would be done solely with the primary regulator for all participating jurisdictions on the basis of the primary jurisdiction's rules.

The filing requirements of the primary jurisdiction would be deemed to be the requirements of a host jurisdiction for the purpose of the application of the host jurisdiction's legislation. Filing with the primary jurisdiction would be deemed to be filing with a host jurisdiction. The approval of the primary jurisdiction's regulator would be deemed to be an approval from the host jurisdiction's regulator, subject to the payment of fees, which would be done through a single electronic transaction.

Provinces and territories participating in the passport framework would need to build on the existing base of harmonized law to ensure that investors and other market participants benefit from consistent rules in each participating jurisdiction. Processes and mechanisms for ensuring the upkeep of harmonized law would be developed, to ensure that harmony is preserved and enhanced over time. Ministers are committed to working with the regulators to ensure the timely consideration of proposed legislative changes.

**Determining the Primary Regulator:**

The primary regulator would be determined using agreed-to indicators, such as head office location, incorporation or economic activity of the regulated market participant.
The primary regulator for federally incorporated entities would be determined using one of the indicators other than incorporation. The primary regulator for non-resident entities could be chosen based on common indicators as well, such as location of major economic activity or the location of their principal Canadian office. Not all provinces/territories would be required to participate as a primary jurisdiction. If a jurisdiction chooses not to participate as a primary jurisdiction, the jurisdiction (through an MOU) could choose to delegate or assign responsibility for regulating entities to a primary jurisdiction, or to assign responsibility to another jurisdiction on a case-by-case basis. In either case, the prospective primary jurisdiction would reserve the right to refuse to regulate an entity.

**Scope of Matters for the Primary Regulator:**

The passport process would allow a market participant to meet every jurisdiction's requirements for market access by meeting only the primary jurisdiction's requirements.

The responsibilities of the primary regulator regarding issuers would include the issuing of prospectus receipts or exemptions, the review and analysis of continuous disclosure information, and monitoring insider trading. Issuers would thus have to comply solely with the rules of the primary regulator, including any rules governing proxy solicitations, related party transactions and corporate governance requirements.

The responsibilities of the primary regulator regarding registrants (dealers, advisors, fund companies, representatives and marketplaces) would include registration and monitoring for compliance with requirements, such as solvency and fitness qualifications, to maintain registration.

With respect to market access rules, every jurisdiction would rely primarily on the primary regulator for enforcement (as agreed in a MOU). This would involve referring a complaint to the primary jurisdiction for investigation and enforcement action.

**Scope of Matters for the Host Regulator:**

Local regulators are in the best position to assess investor complaints. Thus, relations between investors and market participants would continue to be governed by the regulatory authority and the courts of the investor's jurisdiction, which would apply the local laws of that jurisdiction. Accordingly, an investor who is wronged by a market participant who obtained access to the market via the passport would deal with the regulatory authority of the investor's jurisdiction to lodge a complaint or seek an investigation.

With respect to market access rules, the host regulator would only take enforcement action if dissatisfied with the actions of the primary regulator. Any recourse by an investor against a market participant would be pursued in the courts of the investor's jurisdiction.

As is the case today, any entity attempting to participate in the marketplace without registering or filing required documentation would be subject to securities law and enforcement.

**Accommodating Local or Regional Needs:**

Provinces and territories note the advantages of preserving their ability to implement measures to meet local and regional capital market needs in innovative ways. Examples introduced in a province that subsequently gained broader acceptance include Junior Capital Pools and Labour Sponsored Venture Capital Corporations. In a rapidly evolving and complex environment, regulatory innovation can be an important tool in ensuring effective regulation.

Principles for acceptable departures from harmonized standards could be agreed to in advance. Such principles would preserve the integrity of the passport system.

For example, a province or territory wishing to introduce an innovative measure would consider:

- Whether the initiative was necessary to meet a policy objective
- How the impact on other jurisdictions would be minimized
- How the impact on the efficiency of the inter-provincial/territorial passport framework would be minimized
- Whether the measure would be restricted to a limited portion of the Canadian marketplace
- Making the measure subject to regular sunset reviews.

Proposals for local rules would be discussed by the CSA to determine if they could be adopted nationally. Ministers would be informed of all such initiatives.

**Governance and Accountability:**

Ministers would remain accountable to their constituents for the quality of securities regulation.

Existing regulatory structures would remain in place but would be complemented and enhanced by mechanisms to further the achievement of the principles identified in this paper (see Section 1.3).

Provincial and territorial ministers responsible for securities regulation would meet regularly to:

- Review their objectives for the securities regulatory framework
- Preserve and enhance the harmonization of securities laws
- Oversee regular annual or bi-annual reviews of securities legislation
- Monitor the condition and operation of the passport framework
- Develop responses to key international issues.

Senior officials would meet at least twice a year to:

- Review the status and functioning of the new regulatory framework
- Develop recommendations to enhance the achievement of the goals and principles approved by Ministers
- Develop responses to key international issues.

The CSA would develop uniform rules and undertake other initiatives consistent with the goals and principles approved by Ministers.

**Evaluation of Passport System vis-à-vis Principles:**

***1. Highest standards of investor protection***

Regulators with competent, well-trained staff and a thorough knowledge of the local markets would facilitate high standards of investor protection in their respective jurisdictions. Matters that are clearly multi-jurisdictional or national in scope would require the co-operation of enforcement staff from affected jurisdictions and, possibly, joint hearings.

Harmonized laws and rules applied by qualified regulatory staff would ensure that all Canadian investors are protected by equivalent standards. Since local regulators are in the best position to assess investor complaints, relations between market participants and investors would continue to be governed by the regulatory authority and the courts of the investor's jurisdiction.

***2. Efficient and cost-effective, streamlined and simplified, regulation***

Market participants would need to learn and comply with only one set of market access rules and, with respect to enforcement of those rules, would deal with only one regulator in most cases, as the host regulator would only take enforcement action if it was not satisfied with the actions (see above) taken by the primary regulator. Dealing with one set of rules and a single regulator would eliminate the current requirement for market participants to deal with multiple regulators for market access. Investors would continue to deal with only the rules and regulator in their jurisdiction. At the same time, the passport system would retain the advantage of providing access to local regulatory expertise within each jurisdiction.

As well, the passport system would enable streamlined and simplified regulation because it would be relatively simple to implement, as it builds upon the existing regulatory structure and the mutual reliance review system.

***3. Able to adapt to future marketplace changes***

Adapting to future marketplace changes would be facilitated through a well-developed process for amending legislation and rules. The CSA would continue to play an important role in this regard, perhaps with an expanded mandate to review the development of new products and processes and reach consensus on recommended improvements.

4. ***Transparency, accessibility and accountability for stakeholders, with a clearly defined framework for accountability to governments***

Harmonized securities laws would promote transparency in the regulatory framework for market access by eliminating jurisdictional differences that tend to complicate compliance and enforcement. Efficiencies gained from greater harmonization contribute to lowering costs and improving accessibility to capital markets for issuers. Further, participants and investors would continue to benefit from local regulatory expertise. Strong accountability would be maintained by highlighting clear lines of responsibility from regulators to elected governments under the passport system.

Investors would continue to deal with their own jurisdiction's regulator, which makes the framework simple for them to use. Any recourse by an investor against a market participant would be pursued in the courts of the investor's jurisdiction.

5. ***Harmonized securities laws and rules with well-defined parameters for exceptions to accommodate local and regional differences***

Harmonizing securities laws to the greatest extent possible throughout the country would facilitate the adoption of an effective passport framework, facilitating working mutual reliance and acceptance.

The use of harmonized securities laws reduces overall complexity and duplication in the regulatory framework and helps reduce information asymmetry for the benefit of investors. Harmonization by itself does not necessarily reduce the actual complexity of the regulatory requirements.

**Evaluation of Passport System vis-à-vis Existing Structural Regulatory Issues:**

The passport system responds positively to key concerns raised over the years by market participants that it is costly and inefficient to deal with multiple provincial/territorial regulators and legislation to gain access to the securities market. The passport system, in conjunction with harmonized laws and the application of electronic systems such as NRD and SEDAR, would allow true "one stop shopping", that is, the ability to deal with a single regulator when registering or filing in more than one jurisdiction. While filing fees to host jurisdictions would still apply, the process would be significantly streamlined.

Reporting issuers (and their insiders) would only have to file documents with one regulator; they would have to comply with one set of prospectus and disclosure requirements; and documents and exemptions from securities laws would have to be submitted to one regulator for review and approval. Other jurisdictions would rely on decisions of the primary regulator. This would address concerns raised by reporting issuers that the current system of filing prospectus and continuous disclosure documents in multiple jurisdictions creates costs and/or delays.

Adopting the passport system would encourage harmonized regulatory development. Since the system is based on the recognition by one jurisdiction of the decisions made by another, on the basis of the rules applicable in the latter, jurisdictions will be more favourably disposed to accept the decisions of others when the rules are harmonized. Accordingly, an established structure to co-ordinate future changes to harmonized base law would ensure that participants and investors continue to benefit from harmonization and a responsive regulatory framework that is resilient to stress.

In the area of enforcement, the primary jurisdiction would remain responsible with respect to its market participants, to the degree that market access rules are involved. The host jurisdictions would leave enforcement to the primary jurisdiction for any such issue. Currently, there is no statutory authority in place for one regulator to take enforcement actions on behalf of others. Harmonization would facilitate the application of a consistent set of market access rules. Jurisdictions would continue to co-operate with other regulators regarding cross-border offenders. This would provide investors with the assurance that they would only need to deal with local authorities and courts.

### 3.1.1 Questions Regarding Passport System

**The following questions may serve as a guide in preparing your submission.**

**Q5** Would the passport system substantially address all of the structural regulatory issues that have been identified in this paper? If not, what issues remain outstanding?

**Q6** Are there additional elements that could be added to the passport system to address these issues?

The willingness of jurisdictions to enter into the passport system and rely on other jurisdictions' laws and decisions with respect to market access will depend on a sufficient degree of harmonization of laws and rules.

**Q7** What elements of securities regulation are most important to harmonize across jurisdictions?

**Q8** What degree of "harmonization" is necessary for a passport system to succeed?

**Q9** What should the principles be to determine acceptable departure from harmonized standards?

**Q10** Are there elements that could be added to enhance the suggested governance structure?

# 4.0 Conclusion

The Provincial and Territorial Ministers recognize that an effective, streamlined and efficient securities regulatory framework is essential to the vitality of the Canadian economy, by inspiring investor confidence and facilitating capital formation. Input and comments from stakeholders on issues with the current framework and the passport system proposed to address these issues will constitute an important step forward in achieving the common objective of an improved securities regulatory framework for the benefit of all Canadians.

# La Réglementation des Valeurs Mobilières au Canada:

## Un Régime de Réglementation Interprovincial

***Document de Travail***

**Juin 2003**

## Comité directeur des ministres

Greg Melchin (président), ministre du Revenu de l'Alberta

Janet Ecker, ministre des Finances de l'Ontario

Yves Séguin, ministre des Finances du Québec

Kevin Falcon, ministre d'État à la Déréglementation de la Colombie-Britannique

Greg Selinger, ministre des Finances du Manitoba

Eric Cline, ministre de la Justice de la Saskatchewan

### Ministres des autres provinces et des territoires

Ronald S. Russell, ministre de l'Environnement et du Travail de la Nouvelle-Écosse

Bradley Green, ministre de la Justice et procureur général du Nouveau-Brunswick

Jeffery Lantz, procureur général de l'Île-du-Prince-Édouard

George Sweeney, ministre des Services gouvernementaux et du Territoire, Terre-Neuve et Labrador

Roger T. Allen, ministre de la Justice des Territoires du Nord-Ouest

Glenn Hart, ministre des Services aux collectivités du Yukon

Paul Okalik, ministre de la Justice du Nunavut

**0-7785-2992-4**

# La Réglementation des Valeurs Mobilières au Canada:

## Un Régime de Réglementation Interprovincial

***Document de Travail***

Une réglementation des valeurs mobilières efficace est essentielle à la protection des investisseurs et est un gage d'efficience, de dynamisme et de compétitivité des marchés de capitaux canadiens.

De nombreuses voix ont mis en doute la capacité du régime actuel de réglementation des valeurs mobilières au Canada à suivre le rythme du changement. Parallèlement, le repli marqué des marchés boursiers à l'échelle mondiale et les scandales financiers qui ont éclaté aux États-Unis ont ébranlé la confiance des investisseurs.

Au cours des dernières années, les provinces et territoires canadiens et leurs autorités en valeurs mobilières ont accompli des progrès considérables dans l'harmonisation du régime de réglementation des valeurs mobilières. Les ministres provinciaux et territoriaux reconnaissent qu'il reste du travail à faire pour améliorer l'efficacité et l'efficience du régime et qu'il est important de se pencher sur les questions soulevées par les parties intéressées.

Des ministres ont convenu de définir, ensemble, les améliorations à apporter au régime actuel pour le simplifier et en accroître l'efficacité et l'efficience, ainsi que pour renforcer la confiance des investisseurs. Ce projet de réforme est piloté par un comité directeur des ministres présidé par le ministre du Revenu de l'Alberta et réunissant les ministres responsables de la réglementation des valeurs mobilières du Québec, de l'Ontario, du Manitoba, de la Saskatchewan, de l'Alberta et de la Colombie-Britannique.

Le présent document énonce les objectifs et les principes qui guideront les ministres dans ce projet de réforme et identifie les problèmes soulevés par les diverses parties intéressées. Il soumet ensuite à la considération de l'ensemble des provinces et des territoires un régime de réglementation qui constituerait un pas important dans la résolution, à brève échéance, d'une grande partie des problèmes soulevés, tout en laissant place à des améliorations ultérieures.

Les ministres demandent aux parties intéressées de proposer des façons de tirer parti du régime actuel afin qu'il puisse mieux répondre aux besoins des investisseurs et des participants au marché au Canada. À la fin des parties 2 et 3 du présent document, on trouvera des questions utiles à l'élaboration des observations.

**Prière de faire parvenir les observations par écrit, sur papier ou, de préférence, par courrier électronique à la personne suivante:**

Mary Ellen Rainey
Securities Policy Advisor
Financial Sector Policy
402 Terrace Building
9515 - 107 Street
Edmonton (Alberta) T5K 2C3
securities.submissions@gov.ab.ca

**Date d'échéance pour le dépôt des observations : 15 juillet 2003.**

Adressez vos questions sur le contenu de ce document de discussion à
f.bouchard@finances.gouv.qc.ca

Tous les mémoires que vous nous transmettrez seront mis à la disposition des provinces et territoires et deviendront la propriété des gouvernements provinciaux et territoriaux du Canada. Bien que les informations de nature personnelle ou confidentielle seront protégées dans la mesure du possible, les provinces se réservent le droit de publier les mémoires intégralement dans le respect des lois relatives à l'accès à l'information et à la protection de la vie privée. Un résumé des mémoires sera publié et sera accessible via le site du ministère du Revenu de l'Alberta.

# Table des Matières


1.0 Introduction ..... 1
1.1 Contexte - La nécessité d'un projet interprovincial de réforme du régime de réglementation des valeurs mobilières ..... 1
1.2 Objectif du projet interprovincial de réforme du régime de réglementation des valeurs mobilières ..... 2
1.3 Principes du projet interprovincial ..... 2

2.0 Préoccupations relatives au régime de réglementation actuel ..... 3
2.1 Questions d'ordre général ..... 3
2.2 Questions particulières ..... 5
2.2.1 Problèmes affectant les émetteurs et les personnes inscrites ..... 5
2.2.2 Problèmes relatifs aux marchés et aux organismes d'autoréglementation (OAR) ..... 7
2.2.3 Nécessité d'établir un régime de réglementation souple, performant et assurant une présence forte sur la scène internationale ..... 7
2.2.4 Problèmes relatifs à l'application de la loi ..... 9
2.2.5 Questions de réflexion sur les problèmes concernant le régime de réglementation actuel ..... 10

3.0 Nouveau régime de réglemenation des valeurs mobilières ..... 11
3.1 Régime de passeport ..... 12
3.1.1 Questions relatives au régime de passeport ..... 17

4.0 Conclusion ..... 17

# 1.0 Introduction

## 1.1 Contexte - La nécessité d'un projet interprovincial de réforme du régime de réglementation des valeurs mobilières

Les marchés des capitaux évoluent à un rythme sans précédent. Le secteur financier est en pleine transformation, mû par la convergence des fournisseurs de services financiers, par la concurrence internationale pour attirer les investissements et le capital nécessaires à la croissance économique, ainsi que par les progrès de la technologie de l'information.

Ces forces affecteront encore les marchés dans les prochaines années. Organismes de réglementation, représentants du secteur des valeurs mobilières et juristes ont fait valoir que le régime de réglementation des valeurs mobilières est susceptible d'amélioration, particulièrement par la levée des barrières qui entravent les émetteurs et les personnes inscrites désireuses d'accéder aux marchés des capitaux de plus d'une juridiction canadienne.

Les autorités en valeurs mobilières du pays ont ainsi entrepris diverses réformes d'importance visant à harmoniser et à simplifier la réglementation et les procédures administratives du domaine des valeurs mobilières. À la fin des années 90, elles ont élaboré et adopté le Régime d'examen concerté (REC) et le Système électronique de données, d'analyse et de recherche (SEDAR). Au cours des derniers mois, elles ont mis en œuvre la Base de données nationale d'inscription (BDNI) et le Système électronique de déclaration des initiés (SEDI). Qui plus est, les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (ACVM) ont entrepris le Projet d'uniformisation de la législation en valeurs mobilières, démarche d'envergure visant à refondre les lois et les règlements sur les valeurs mobilières des provinces et des territoires afin d'en éliminer la plupart des divergences.

Bien que les progrès réalisés en matière d'harmonisation de la réglementation ne sont pas négligeables, bon nombre de participants aux marchés des capitaux réclament une réforme globale du régime canadien de réglementation des valeurs mobilières. Le soutien actif et le concours des gouvernements provinciaux et territoriaux sont essentiels au succès d'une telle réforme.

À la mi-février 2003, les ministres responsables des valeurs mobilières du Québec, de l'Ontario, de l'Alberta et de la Colombie-Britannique se sont rencontrés pour discuter de la possibilité pour les provinces et les territoires d'entreprendre cette réforme. Au cours des rencontres suivantes, tous les ministres provinciaux et territoriaux se sont engagés personnellement à réformer en profondeur le régime de réglementation des valeurs mobilières en vigueur en s'appuyant sur les travaux réalisés par leurs organismes de réglementation. Ils se sont fixé un calendrier ambitieux : ils visent le développement d'un plan d'action concret pour la mise en place d'une démarche provinciale-territoriale d'ici le 30 septembre 2003.

Parallèlement au projet de réforme provincial-territorial, le gouvernement fédéral a mis sur pied le Comité de personnes averties, comité de sept personnes chargé de définir les améliorations à apporter au régime canadien de réglementation des valeurs mobilières en vue de présenter un rapport au ministre fédéral des Finances au plus tard le 30 novembre 2003. Sa mise sur pied fait suite à une recommandation formulée par M. Harold MacKay dans son rapport remis au ministre fédéral des Finances, M. John Manley, en novembre 2002. Or, bien

que les travaux du Comité fédéral de personnes averties puissent constituer une source d'inspiration pour le projet interprovincial de réforme du régime de réglementation des valeurs mobilières, l'initiative d'une réforme doit venir des provinces et des territoires, puisque le domaine des valeurs mobilières est de compétence provinciale.

Le projet de réforme interprovincial pourrait en outre bénéficier de la contribution du rapport final du Comité d'étude de cinq ans, publié récemment, qui se penche sur l'examen de la Loi sur les valeurs mobilières de l'Ontario de même que du projet de législation publié pour consultation par la British Columbia Securities Commission et intitulé *Securities regulation that works - the BC Model.*

## 1.2 Objectif du projet interprovincial de réforme du régime de réglementation des valeurs mobilières

Les ministres ont défini l'objectif du projet de réforme comme suit:

*Élaborer un régime de réglementation des valeurs mobilières provincial-territorial qui inspire confiance aux investisseurs et soutient la compétitivité, l'innovation et la croissance grâce à une réglementation efficace, efficiente, simplifiée et d'application facile pour les investisseurs et les autres participants au marché.*

## 1.3 Principes du projet interprovincial

Les ministres ont également posé les principes énoncés ci-dessous qui serviront à évaluer la pertinence et l'efficacité des changements envisagés.

- **L'application efficace et constante des normes de protection des investisseurs les plus élevées ;**
- **La mise en œuvre d'une réglementation efficace, efficiente et simplifiée;**
- **La capacité d'adaptation à l'évolution des marchés;**
- **La transparence, l'accessibilité et la responsabilité à l'égard des parties intéressées, dans une structure clairement établie de reddition de comptes auprès des autorités publiques;**
- **L' "harmonisation " des lois et des règlements en valeurs mobilières et la définition de paramètres encadrant les exceptions reflétant les particularités locales et régionales.**

Un nouveau cadre réglementaire doit constituer une amélioration notable par rapport au régime en place et répondre à la plupart des préoccupations des parties intéressées, voire à toutes.

# 2.0 Préoccupations relatives au régime de réglementation actuel

Les grandes préoccupations des participants au marché en ce qui a trait au régime de réglementation actuel s'articulent notamment autour des thèmes suivants : améliorer l'efficacité des dispositions réglementaires visant les émetteurs, les personnes inscrites et les autres participants; adapter la réglementation aux réalités de l'heure, la simplifier en vue d'alléger le fardeau réglementaire des participants au marché et améliorer l'application de la loi. La présente partie donne un aperçu de certaines questions d'ordre général dans un premier temps, et ensuite expose les questions particulières. Les tableaux intégrés dans le texte présentent les multiples travaux entrepris par les ACVM en réponse à ces questions.

## 2.1 Questions d'ordre général

**Coexistence de lois différentes**

Au fil des années, les émetteurs assujettis et les spécialistes des valeurs mobilières exerçant des activités dans plusieurs juridictions ont constaté qu'il faut engager des frais directs et indirects considérables pour relever les divergences entre les lois, les règlements et les procédures administratives des provinces et s'y conformer.

Pour remédier à ce problème, les ACVM ont notamment harmonisé une part appréciable des obligations réglementaires. En outre, elles ont récemment mis sur pied un comité réunissant des présidents et des vice-présidents de commissions de valeurs mobilières en vue d'élaborer et de proposer des lois uniformes sur les valeurs mobilières qui s'appliqueraient dans l'ensemble du Canada. Le comité a examiné la législation en valeurs mobilières en vigueur au Québec, en Ontario, au Manitoba, en Alberta et en Colombie-Britannique pour y relever les dispositions les plus pertinentes. Le 30 janvier 2003, les ACVM ont publié un document énonçant les propositions des autorités en valeurs mobilières en vue d'uniformiser la législation (voir le tableau 2.1 Projet d'uniformisation de la législation en valeurs mobilières). Il est entendu, dans le cadre du Projet d'uniformisation de la législation en valeurs mobilières, que pour maintenir l'uniformité, dans l'éventualité où une telle législation serait mise en œuvre, il importerait d'établir une procédure pratique et rapide en vue de formuler et d'adopter des modifications législatives communes.

**Complexité des lois et règlements**

Aux yeux de certains, la législation en valeurs mobilières actuelle est complexe, normative et imposante. Si une part de complexité est inhérente à la nature des marchés des capitaux et à bien des produits et des activités qui s'y rapportent, la réglementation doit non seulement être claire, mais aussi ne pas faire double emploi ni imposer un fardeau excessif par rapport à ses avantages. S'il est vrai que les autorités en valeurs mobilières ont en fait déjà uniformisé, par leurs efforts concertés, une portion considérable de la réglementation des valeurs mobilières, le fardeau que représente, en temps et en argent, la réglementation est toujours dénoncé. Ainsi, l'harmonisation de la législation peut certes être nécessaire, du moins dans certains domaines clés, mais elle ne suffit pas à résoudre les problèmes soulevés.

La mise en œuvre d'un régime de réglementation efficace, efficient et simplifié est un objectif important, mais qui reste à atteindre.

Par ailleurs, certains font valoir que le cadre réglementaire actuel nuit à la compétitivité des marchés des capitaux canadiens sur le plan international. Compte tenu de la taille et de l'organisation des marchés, tant à l'échelle du pays que des provinces, il importe de structurer

**Table 2.1 Projet d'uniformisation de la législation en valeurs mobilières**

- Partant du constat qu'il y a une législation en valeurs mobilières différente dans chacun des provinces et territoires du Canada, les ACVM ont entrepris, à l'automne 2001, un projet visant à élaborer en deux ans une législation en valeurs mobilières uniforme qui serait proposée aux gouvernements provinciaux et territoriaux. Priorité des travaux des ACVM, cette démarche, appelée Projet d'uniformisation de la législation en valeurs mobilières, se situe dans le cadre plus large de la réforme du régime de réglementation, qui vise à réduire le fardeau réglementaire des participants au marché et à accroître l'efficacité du régime en matière de protection des investisseurs et de l'intégrité du marché.

- Bien que l'objectif premier du Projet d'uniformisation de la législation en valeurs mobilières soit l'harmonisation de la législation, les ACVM ont profité de l'occasion pour simplifier certains aspects du régime qui se prêtaient à cet objectif complémentaire dans le respect des délais. Une fois le cadre uniforme mis en œuvre, il sera possible d'intensifier les travaux de simplification de la législation.

- Le document publié par les ACVM présente les propositions élaborées au cours de l'étude en matière d'harmonisation de la législation en valeurs mobilières. Dans certains domaines, des modifications de fond aux lois actuelles sont envisagées. Dans la plupart des cas, les modifications proposées correspondent soit à des travaux déjà fort avancés des ACVM que le Projet d'uniformisation de la législation en valeurs mobilières permettrait de traduire dans la législation, soit à des changements s'inspirant de l'objectif complémentaire du projet, à savoir simplifier et harmoniser le régime de réglementation des valeurs mobilières au Canada. Sur le plan des principes, les principales modifications sont les suivantes :
  - une loi sur les valeurs mobilières simplifiée et uniforme, les détails étant regroupés dans les règlements de manière à favoriser pour l'avenir des modifications rapides et harmonisées par l'entremise du processus d'adoption des règlements par les autorités en valeurs mobilières;
  - le pouvoir pour une autorité en valeurs mobilières de déléguer la prise de décision à l'une de ses homologues à l'égard de toutes les fonctions d'encadrement;
  - un régime simplifié d'inscription des personnes morales et physiques dans les diverses juridictions;
  - des sanctions civiles à raison de l'information sur le marché secondaire.

Pour de plus amples renseignements sur le Projet d'uniformisation de la législation en valeurs mobilières, consulter le document à l'adresse électronique suivante :
http://www.cvmq.com/fr/publi/finalversionuslconceptproposal-french.pdf.

le régime de réglementation pour qu'il soit le plus efficace, efficient et simple possible et qu'il contribue ainsi à améliorer la capacité du Canada à attirer les investisseurs et les émetteurs.

## 2.2 Questions particulières

L'examen des questions d'ordre général a permis de dégager un certain nombre de questions et de problèmes particuliers soulevés par les parties intéressées à propos du régime actuel de réglementation des valeurs mobilières au Canada. Les parties qui suivent les décrivent.

### 2.2.1 Problèmes affectant les émetteurs et les personnes inscrites

Les courtiers et conseillers en placement et leurs représentants (les personnes inscrites) et les sociétés se finançant sur les marchés des capitaux canadiens (les émetteurs) font valoir que, dans le régime actuel, leur fardeau est alourdi par l'obligation de s'adresser à plusieurs autorités en valeurs mobilières et le fait qu'il existe des différences entre les lois sur les valeurs mobilières au Canada.

En effet, les courtiers, conseillers et leurs représentants sont tenus de s'inscrire et de se conformer à des obligations d'inscription différentes dans chaque juridiction où ils comptent des clients. Le problème touche davantage les personnes morales inscrites qui exercent des activités dans plusieurs provinces que les personnes physiques agissant comme représentants habituellement dans une seule province (voir la réponse des ACVM aux deux premiers points du tableau 2.2.1).

Pour leur part, les émetteurs sont généralement tenus de déposer divers documents auprès de plusieurs autorités en valeurs mobilières. À titre d'exemple, ils doivent d'abord déposer un prospectus pour faire un appel public à l'épargne, et par la suite satisfaire à des obligations d'information continue, telles que le dépôt de déclarations de changement important. Or, les obligations en matière de dépôt de documents, de prospectus, de divulgation d'information continue ou autres, diffèrent d'une juridiction à l'autre, ce qui peut entraîner des coûts et des délais supplémentaires pour les sociétés qui doivent souvent engager des avocats dans chaque juridiction pour s'assurer de respecter les exigences des lois. Certains émetteurs soutiennent que le régime actuel de prospectus et d'information continue est coûteux, peu importent les différences entre juridictions, et qu'il limite les possibilités de financement (voir la réponse des ACVM aux troisième, sixième et septième points du tableau 2.2.1).

Pour la plupart des émetteurs, les déclarations d'initiés doivent être déposées dans plusieurs juridictions, obligation coûteuse qui, de plus, retarde la communication de l'information aux investisseurs (voir la réponse des ACVM au quatrième point du tableau 2.2.1).

Les demandes de dispense de l'application des lois sur les valeurs mobilières et les documents connexes doivent être déposés auprès de l'autorité en valeurs mobilières de chacune des juridictions intéressées, ce qui ajoute aux délais et aux dépenses des participants aux marchés des capitaux canadiens. De plus, le respect des exigences est plus difficile lorsque les décisions des autorités ne sont pas cohérentes.

De l'avis de certains, le Régime d'examen concerté (REC) a amélioré l'harmonisation et la concertation mais présente des limites puisque les lois ne sont pas uniformes et que chaque juridiction doit prendre sa propre décision. Ils avancent en outre que le REC est mal adapté au traitement des opérations complexes ou nouvelles qui sont de plus en plus fréquentes.

**Table 2.2.1 Travaux des ACVM Concernant les problèmes relatifs aux émetteurs et aux personnes inscrites**

- Lancée le 31 mars 2003, la Base de données nationale d'inscription (BDNI) est un système Internet permettant aux personnes morales et physiques de déposer leurs formulaires d'inscription par voie électronique. Elle a été conçue en consultation avec des représentants du secteur afin d'harmoniser et d'améliorer la procédure d'inscription auprès de la plupart des autorités en valeurs mobilières du Canada. Le Québec applique toutefois des mesures différentes.

- Le Régime simplifié de suivi des inscriptions (RSS) des ACVM permet aux représentants inscrits dans une juridiction d'utiliser le même formulaire d'inscription pour déposer une demande dans plusieurs juridictions. Ce régime ne modifie que les pratiques administratives, et non les obligations réglementaires. Toutes les obligations locales restent en vigueur : les membres des ACVM participants continuent de les appliquer et d'examiner les demandes d'inscription au cas par cas dans la juridiction dans laquelle le représentant exerce ses activités. Des dispositions différentes s'appliquent aux représentants inscrits et aux personnes qui font une demande d'inscription au Québec.

- Le Régime d'examen concerté (REC) des ACVM permet à une autorité en valeurs mobilières de se fonder sur l'analyse et l'examen de son homologue d'une autre province. Ainsi, dans le cadre du REC, l'émetteur assujetti peut déposer des documents auprès de plusieurs autorités en valeurs mobilières, mais ne traite généralement qu'avec l'une d'entre elles.
  - Le REC porte actuellement sur l'examen des prospectus et des demandes de dispense déposés dans plusieurs juridictions. Un projet pour étendre le REC aux documents d'information continue est actuellement en cours.
  - Le REC est un mécanisme de prise de décisions concertées entre autorités en valeurs mobilières qui offre un guichet unique aux déposants devant traiter avec plusieurs d'entre- elles. Le déposant reçoit un seul document de décision du REC attestant les décisions de toutes les autorités intéressées, même si chacune rend une décision locale.

- Les ACVM ont élaboré le Système électronique de déclaration des initiés (SEDI) qui est entré en service en mai 2003. Le système comporte plusieurs avantages : permettre aux initiés de déposer par voie électronique une seule déclaration qui sera acceptée par toutes les autorités en valeurs mobilières, accélérer la publication des déclarations d'initiés à l'intention des investisseurs et améliorer la surveillance du respect des lois.

- En juin 2002, les membres des ACVM ont publié pour consultation un projet de règlement qui permettrait aux sociétés ouvertes d'être régies par un seul ensemble d'obligations de dépôt d'états financiers et d'information continue. Ils proposent l'adoption du règlement plus tard en 2003.

- En janvier 2000, les ACVM ont publié pour consultation un projet de régime d'information intégré qui accélérerait et assouplirait l'accès aux marchés des capitaux pour les sociétés ouvertes satisfaisant à des obligations de divulgation plus rapide et plus complète d'information continue.

- Lancé le 1er janvier 1997, le Système électronique de données, d'analyse et de recherche (SEDAR) permet aux émetteurs assujettis et à d'autres participants de satisfaire à leurs obligations de dépôt de prospectus, d'états financiers, de rapports annuels et de communiqués dans toutes les provinces en les déposant une seule fois par voie électronique.

### 2.2.2 Problèmes relatifs aux marchés et aux organismes d'autoréglementation (OAR)

Les organismes d'autoréglementation et les marchés de valeurs mobilières exercent leurs activités à l'échelle du pays. Ils sont assujettis aux règles de fonctionnement de chaque juridiction où ils opèrent; cependant leur surveillance est assumée surtout par son ou ses autorités principales. Or, le fait d'être soumis à la surveillance de plusieurs autorités peut augmenter le coût de la conformité et alourdir la structure administrative de certains rouages essentiels des marchés des capitaux canadiens, tels que la Bourse de croissance TSX. Plus leurs dépenses sont élevées, plus les Bourses doivent exiger des frais importants aux sociétés en quête de financement, moins ces sociétés ont accès au capital et plus les possibilités d'investissement sont réduites. Bien que différentes mesures aient été prises pour simplifier la surveillance et les procédures d'approbation (voir les travaux des ACVM à cet égard au tableau 2.2.2), il demeure certains cas de dédoublement des activités de surveillance.

**Table 2.2.2 Travaux actuels concernant les problèmes relatifs aux marchés aux OAR**

- Les ACVM ont énoncé des règles harmonisées de négociation et de fonctionnement du marché et ont permis la mise en œuvre de systèmes de négociation parallèles. Ces mesures ont mené à la création de Services de Réglementation du Marché inc. (RS inc.), OAR chargé de réglementer la conduite des personnes effectuant des opérations en Bourse et sur les autres marchés.

- Des autorités en valeurs mobilières ont conclu un protocole d'entente affectant une autorité principale à la surveillance de certaines Bourses ou de certains marchés afin d'en réduire le fardeau administratif. Certaines autorités en valeurs mobilières ont en outre conclu des protocoles d'entente visant à simplifier la surveillance d'autres OAR, tels que RS inc. et l'Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières.

### 2.2.3 Nécessité d'établir un régime de réglementation souple, performant et assurant une présence forte sur la scène internationale

Pour rester d'actualité, le régime de réglementation des valeurs mobilières doit être en mesure de s'adapter en temps utile et de manière concertée à l'évolution des marchés des capitaux et du secteur. Un régime souple ménage une place à l'innovation sur les marchés des capitaux tout en protégeant les investisseurs.

Certaines commissions des valeurs mobilières provinciales ont maintenant le pouvoir d'établir des règlements ayant force de loi. Le pouvoir réglementaire est cependant subordonné à l'obligation de publier les projets de règlement pour consultation et, dans la plupart des provinces, de les soumettre à l'examen du ministre responsable. Bien que le pouvoir réglementaire favorise une réglementation souple, certains ont avancé que les délais de mise en œuvre des règlements ne permettent pas de suivre l'évolution des marchés. Il serait peut-être possible de mieux coordonner l'élaboration des règlements entre juridictions afin d'améliorer la situation actuelle.

Dans certaines juridictions, la législation et la réglementation sont régulièrement mises à jour. Il n'existe toutefois aucun mécanisme formel de coordination des modifications législatives entre juridictions (voir le premier point du tableau 2.2.3).

Dans le même ordre d'idées, le régime de réglementation des valeurs mobilières doit être apte à soutenir les pressions des marchés des

capitaux. Il faut disposer des moyens de résoudre sans heurts et sans délai les problèmes urgents, en plus de concevoir et d'appliquer en temps utile les solutions qui s'imposent par la suite. En réponse aux scandales comptables qui ont secoué les États-Unis et aux modifications qui ont été apportées à la réglementation américaine des valeurs mobilières dans leur sillage, certaines autorités canadiennes, dont le gouvernement fédéral, ont pris ou annoncé des mesures visant à raffermir la confiance des investisseurs. Cependant, ces mesures n'ont fait l'objet d'aucune concertation structurée. Des intervenants ont souligné qu'il faut veiller à ce que les mesures prises ne soient pas inadaptées au contexte canadien (voir les travaux des ACVM au troisième point du tableau 2.2.3).

Dans le cadre réglementaire actuel, les commissions des valeurs mobilières provinciales et territoriales sont toutes membres d'associations internationales d'organismes de réglementation des valeurs mobilières. Les commissions des valeurs mobilières du Québec et de l'Ontario sont membres de l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV) et participent activement à plusieurs de ses comités. Celles de l'Alberta et de la Colombie-Britannique sont des membres associés de l'OICV. Ces quatre commissions sont également membres du Council of Securities Regulators of the Americas (COSRA). Enfin, toutes les commissions des valeurs mobilières du Canada sont membres de la North American Securities Administrators Association (NASAA).

Certains intervenants considèrent que les autorités en valeurs mobilières du Canada ne font pas preuve d'unité sur le plan international. À l'ère de la mondialisation des marchés des capitaux et des investissements, elles doivent, estiment-ils, s'exprimer d'une voix unie faisant autorité. Cette préoccupation témoigne de la nécessité de faire valoir avec fermeté le point de vue du Canada dans les forums internationaux où l'on débat des questions relatives aux marchés des capitaux mondiaux et dans les échanges avec les autorités étrangères d'importance telles que la Securities and Exchange Commission (SEC), l'autorité en valeurs mobilières du gouvernement fédéral américain. Malgré ces réserves, les autorités en valeurs mobilières du Canada ont néanmoins pris une part importante dans les débats et les activités en matière de réglementation sur la scène internationale.

**Table 2.2.3 Travaux actuels pour une réglementation plus souple, plus performante et visant à assuer une présence forte sur la scène internationale**

- Grâce à la concertation des ACVM, plusieurs normes canadiennes uniformes ont été adoptées à l'échelle du Canada.
- Les ACVM consultent les participants au marché et travaillent de concert avec les autres organismes publics pour assurer la pertinence des mesures réglementaires à prendre. Cette démarche permet de réagir rapidement aux réalités nouvelles.
  - Les ACVM ont participé avec le Bureau du surintendant des institutions financières et l'Institut Canadien des Comptables Agréés à la création, en 2002, du Conseil canadien sur la reddition de comptes.
  - Pour faire face au problème du passage à l'an 2000 et aux attentats terroristes du 11 septembre 2001, les ACVM ont, de concert avec divers intervenants, notamment du secteur des valeurs mobilières, élaboré des plans d'urgence visant à assurer la poursuite normale des activités sur les marchés des capitaux canadiens à la suite d'une catastrophe.
  - Les membres des ACVM ont répondu en concertation à des questionnaires de l'OICV et à l'examen de la réglementation financière canadienne réalisée par le Fonds monétaire international (FMI).

### 2.2.4 Problèmes relatifs à l'application de la loi

Certains craignent que le régime réglementaire actuel ne fournisse pas aux autorités en valeurs mobilières les moyens nécessaires pour collaborer efficacement en matière d'application de la loi.

On cite en exemple le fait qu'aucune disposition législative n'habilite une autorité à prendre des mesures d'application au nom d'une autre. Il est cependant d'usage pour certaines autorités de prononcer, à l'encontre des personnes inscrites exerçant des activités en valeurs mobilières dans leur juridiction, des ordonnances réciproques d'application de la loi fondées sur celles prononcées dans l'autre juridiction. De même, pour une application cohérente de la réglementation dans toutes les juridictions, un mécanisme doit faire en sorte que les autorités en valeurs mobilières adoptent une démarche similaire et concertée en matière de surveillance, d'enquêtes et de répression des infractions (voir les initiatives des ACVM à cet égard aux deux premiers points du tableau 2.2.4).

Certains redoutent par ailleurs que les diverses règles de procédure locales s'appliquant aux tribunaux et aux audiences des commissions des valeurs mobilières, ainsi que l'interprétation divergente de lois sur les valeurs mobilières similaires, puissent compromettre l'objectif d'une réglementation cohérente d'une juridiction à l'autre. L'harmonisation de la procédure et de ses règles permettrait de normaliser l'application régulière de la loi et faciliterait les audiences conjointes.

En outre, l'existence de divergences dans l'interprétation locale du sens et de l'effet de lois sur les valeurs mobilières harmonisées n'est pas compatible avec l'objectif d'harmonisation.

Certains considèrent, parmi les autorités de réglementation, qu'il importe plus d'harmoniser les règles visant l'accès aux marchés des capitaux et leur fonctionnement que celles visant les audiences et les sanctions (voir à ce sujet les troisième et quatrième points du tableau 2.2.4).

**Table 2.2.4 Travaux concernant les 1uestions relatives à l'application de la loi**

- Dans la plupart des provinces, il existe des dispositions législatives et des ententes administratives autorisant l'échange d'information entre les membres des ACVM. Ces ententes prévoient l'échange de renseignements également avec d'autres organismes de réglementation et, sous réserve de restrictions particulières, avec les corps de police ou des responsables de l'administration du droit pénal. Ces dispositions prévoient l'échange d'information avec des autorités en valeurs mobilières et policières à l'étranger.

- Diverses ententes bilatérales et multilatérales (par exemple, un protocole d'entente conclu avec l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV)) facilitent l'échange d'information et la coopération sur le plan de l'application de la loi entre les autorités en valeurs mobilières du Canada et celles d'autres pays, ainsi qu'avec des corps de police à l'étranger. La proposition des ACVM d'élaborer des lois uniformes sur les valeurs mobilières prévoit une meilleure coordination entre les autorités pour les questions d'application de la loi.

- Certaines parties intéressées se demandent s'il ne faudrait pas dissocier davantage la fonction de tribunal administratif des autres fonctions des autorités en valeurs mobilières pour remédier aux conflits d'intérêts réels ou apparents au sein des commissions de valeurs mobilières qui cumulent les fonctions (par exemple, réglementation, application de la loi et pouvoir de décision judiciaire). Les tribunaux canadiens ont statué que, dans leur structure actuelle, les tribunaux administratifs respectent leurs lois constitutives. Au Québec, la Loi sur l'Agence nationale d'encadrement du secteur financier a institué le Bureau de décision et de révision en valeurs mobilières, organisme distinct de l'autorité de réglementation, qui agit à titre de tribunal administratif du domaine des valeurs mobilières.

- Au cours des dernières années, les Autorités canadiennes en valeurs mobilières ont entendu plusieurs poursuites de portée pancanadienne dans le cadre d'audiences conjointes. Si l'on privilégiait cette démarche, l'élaboration de règles et procédures pour les audiences conjointes proposées dans le cadre du Projet d'uniformisation de la législation en valeurs mobilières serait avantageuse.

### 2.2.5 Questions de réflexion sur les problèmes concernant le régime de réglementation actuel

**Les questions qui suivent, ainsi que celles figurant à la page 17, peuvent servir à la formulation des observations.**

**Q1** Êtes-vous préoccupés par les problèmes décrits dans ce document et, si oui, croyez-vous qu'ils justifient des changements à la structure d'encadrement? Y a-t-il d'autres problèmes relatifs au régime actuel de réglementation des valeurs mobilières que le présent document n'aborde pas, mais qu'il faudrait prendre en compte dans un nouveau régime?

**Q2** Quels problèmes relevés dans le présent document concernant le régime doivent être traités en priorité dans le cadre du projet de réforme?

**Q3** Les projets réglementaires actuellement mis en œuvre par les autorités en valeurs mobilières dans le cadre des ACVM parviennent-ils à résoudre les problèmes définis dans le présent document concernant le régime de réglementation actuel? Quels problèmes subsistent et devraient faire l'objet des travaux des ministres?

**Q4** Outre la réduction des doubles emplois, dans quelle mesure l'adaptation et la simplification des obligations réglementaires sont-elles des facteurs déterminants du succès d'un nouveau régime de réglementation des valeurs mobilières?

# 3.0 Nouveau régime de réglementation des valeurs mobilières

Les ministres sont fermement déterminés à améliorer de façon fondamentale le régime actuel de réglementation des valeurs mobilières du Canada.

Le présent document de travail expose un régime de passeport que les ministres ont convenu de soumettre à la consultation à titre de solution pratique et opportune aux problèmes soulevés par les parties intéressées[1]. Les ministres considèrent qu'il est essentiel de consulter les parties intéressées dans le cadre de l'élaboration d'une démarche qui constituerait la réalisation d'une étape importante en vue d'atteindre les objectifs communs concernant le régime de réglementation des valeurs mobilières au Canada.

Sous le régime de passeport, l'administration des règles d'accès au marché ne relèverait que d'une seule autorité pour chacun des participants. Le degré d'harmonisation des lois sur les valeurs mobilières d'une juridiction à l'autre serait un facteur déterminant pour l'adoption du régime de passeport par les juridictions. Si les lois ne sont pas considérablement harmonisées, le risque qu'une juridiction refuse de participer au régime ou s'en retire serait plus grand étant donné l'insatisfaction à l'égard de l'application de lois différentes.

On peut définir l'harmonisation comme un ensemble de lois et règlements uniformes dans la mesure du possible d'une juridiction à l'autre et visant les mêmes buts lorsque l'uniformité n'est pas possible. Par ailleurs, on peut soutenir que l'harmonisation pourrait plutôt s'appuyer sur un ensemble commun de principes prévus, par exemple, pour donner aux investisseurs un niveau de protection équivalent et qui évite d'imposer des exigences conflictuelles aux participants au marché. Les provinces aimeraient recevoir les commentaires des intéressés quant au niveau requis d'harmonisation pour atteindre le but fixé par les ministres, c'est-à-dire :

> *soutenir la confiance des investisseurs, la compétitivité, l'innovation et la croissance grâce à une réglementation efficace, efficiente, simplifiée et d'application facile pour les investisseurs et l es autres participants au marché.*

Au cours de leurs délibérations initiales, les ministres ont en outre examiné plusieurs autres modèles possibles pouvant servir de base à une nouvelle structure de réglementation. Deux des options envisagées, à savoir une autorité fédérale unique et la coexistence d'un régime fédéral et d'un régime provincial (semblable à celui des États-Unis) ont été rejetées parce qu'ils ne respectent pas les compétences des provinces et territoires en matière de valeurs mobilières. La partie suivante donne une description plus détaillée du régime de passeport, puis explique en quoi ce régime est conforme aux principes qui sous-tendent cette démarche (voir la partie 1.3) et comment il règlerait les problèmes soulevés (voir les parties 2.0 et 2.2).

[1] L'Ontario est favorable à une consultation portant sur le régime de passeport mais considère que l'adoption d'un tel système ne constituerait qu'une amélioration modeste. En effet, l'Ontario considère que ce modèle n'apporte pas une solution suffisante aux préoccupations des émetteurs et inscrits nationaux et internationaux. De même, l'Ontario considère qu'une autre approche basée sur une autorité unique provinciale-territoriale et des lois uniformes ou très harmonisées à presque tous les points de vue, qui inclurait un processus bien défini pour modifier les lois et pour adopter des règles d'application locales, rendrait les marchés des capitaux plus attirants pour les participants locaux et étrangers et assurerait des niveaux de protection des consommateurs élevés et uniformes partout au Canada. Aussi, l'Ontario croit qu'il serait bénéfique que la consultation porte également sur cet autre modèle.

## 3.1 Régime de passeport

### Description

En vertu d'un régime de passeport, la législation autoriserait les juridictions à conclure des ententes qui permettraient à l'autorité d'un territoire hôte de confier à celle d'un territoire principal la charge de s'acquitter de ses obligations de surveillance à l'égard des règles d'accès au marché (Un territoire hôte désigne la province ou le territoire dans lequel le participant au marché exerce ses activités ou émet des titres. L'autorité principale est l'autorité responsable de la surveillance du participant au marché. Les participants au marché comprennent les émetteurs et les inscrits). Ce régime serait relativement simple à mettre en application et pourrait être adopté rapidement étant donné qu'il s'inspire de la structure réglementaire et du régime d'examen concerté existants.

Les inscriptions et dépôts de documents permettant l'accès aux marchés de l'ensemble ou d'une partie des provinces et territoires se feraient uniquement auprès de l'autorité principale pour toutes les juridictions visées, conformément aux règles du territoire principal.

Les exigences de dépôt de documents du territoire principal seraient réputées être celles du territoire hôte pour l'application de la législation du territoire hôte. Un dépôt effectué dans le territoire principal serait réputé effectué dans le territoire hôte. Il en serait de même pour l'approbation de l'autorité du territoire principal, sous réserve de l'acquittement des droits exigibles, lequel serait effectué dans le cadre d'une seule transaction électronique.

Les provinces et territoires participant au régime de passeport doivent se fonder sur le régime législatif harmonisé existant afin que les investisseurs et autres participants au marché bénéficient de règles cohérentes dans chacune des juridictions participantes. Des processus et des mécanismes visant le maintien d'un régime législatif harmonisé seraient élaborés afin de préserver et d'accroître l'harmonisation avec le temps. Les ministres sont déterminés à travailler de concert avec les autorités afin que les projets de modification à la législation soient étudiés dans les meilleurs délais.

### Désignation de l'autorité principale

L'autorité principale serait désignée au moyen d'indicateurs convenus à l'avance, tels que l'emplacement du siège, le lieu de la constitution en société ou de l'activité économique du participant au marché assujetti à la réglementation.

Un indicateur autre que le lieu de la constitution en société serait utilisé pour désigner l'autorité principale des participants au marché constitués sous le régime fédéral. L'autorité principale pour les participants au marché non résidents serait choisie en fonction d'indicateurs courants tels que l'emplacement de l'activité économique principale ou l'emplacement du bureau principal au Canada.

Les provinces et les territoires ne seraient pas tous tenus d'agir comme territoire principal. Si l'un d'eux décidait de ne pas être territoire principal, il pourrait (aux termes d'un protocole d'entente) choisir de déléguer ou de confier à un territoire principal la responsabilité de réglementer tous les participants au marché, ou de confier cette responsabilité à un autre territoire le cas échéant, selon les circonstances. Dans tous les cas, le territoire principal appelé à assumer cette responsabilité se réserverait le droit de refuser de réglementer un participant au marché en particulier.

### Questions relevant de l'autorité principale

Dans le régime de passeport, le participant au marché qui remplit les exigences de l'autorité du territoire principal en matière d'accès au marché se trouverait, par le fait même, à remplir celles de chaque juridiction.

L'autorité principale aurait notamment les responsabilités suivantes à l'égard des émetteurs : la délivrance des visas de prospectus ou l'octroi des dispenses, l'examen et l'analyse de l'information continue et la surveillance des opérations d'initiés. Par conséquent, les émetteurs seraient uniquement tenus de se conformer aux exigences de l'autorité principale, notamment celles sur les sollicitations de procurations, les opérations entre personnes reliées et en matière de gouvernance.

À l'égard des inscrits (courtiers, conseillers, sociétés de fonds communs de placement, représentants et marchés), l'autorité principale aurait les responsabilités suivantes : l'inscription et le contrôle de la conformité aux exigences d'inscription, telles que la solvabilité et la compétence.

Chaque juridiction s'en remettrait principalement à l'autorité principale pour l'application des règles d'accès au marché (aux termes d'un protocole d'entente). Par conséquent, les plaintes seraient transférées à l'autorité principale afin qu'elle ouvre une enquête et qu'elle prenne les mesures d'application requises.

**Questions relevant de l'autorité hôte**

Les autorités locales sont les mieux placées pour recevoir les plaintes des investisseurs. Les relations entre les investisseurs et les participants au marché seraient donc toujours régies par l'autorité et les tribunaux de la juridiction de l'investisseur sur la base des lois locales de cette juridiction. Ainsi, l'investisseur lésé par un participant au marché ayant accédé au marché grâce au passeport déposerait une plainte auprès de l'autorité de sa juridiction ou demanderait à cette dernière d'ouvrir une enquête.

En ce qui concerne les règles d'accès au marché, l'autorité hôte serait uniquement tenue de prendre des mesures d'application si elle était insatisfaite de celles prises par l'autorité principale. L'investisseur qui voudrait exercer un recours contre un participant au marché le ferait devant les tribunaux de sa juridiction.

Comme c'est le cas à l'heure actuelle, l'entité qui tenterait d'exercer des activités sur un marché sans s'être inscrite ou sans avoir déposé les documents requis serait assujettie aux lois sur les valeurs mobilières et aux mesures d'application prises aux termes de celles-ci.

**Satisfaction des besoins à l'échelle locale ou régionale**

Les provinces et les territoires considèrent qu'il est dans leur intérêt de maintenir leur capacité de satisfaire les besoins des marchés des capitaux à l'échelle locale ou régionale en prenant des mesures novatrices. Les sociétés de capital de démarrage et les sociétés à capital de risque de travailleurs, par exemple, ont d'abord été introduites dans une province avant d'être acceptées dans d'autres juridictions. Dans un environnement complexe et en constante évolution, l'innovation réglementaire peut constituer un outil important pour assurer l'efficacité d'une réglementation.

Les principes qui permettraient de s'écarter de mesures harmonisées pourraient faire l'objet d'un accord au préalable, et assureraient l'intégrité du régime de passeport.

Par exemple, la province ou le territoire souhaitant introduire une mesure novatrice devrait :

- juger si la mesure est nécessaire à l'atteinte d'un objectif visé par une politique;
- évaluer comment en minimiser l'incidence sur les autres juridictions;
- évaluer comment en minimiser l'incidence sur l'efficacité du régime de passeport interprovincial ou interterritorial;
- analyser la possibilité d'une application restrictive au marché canadien;
- soumettre la mesure à une obligation de réexamens périodiques.

Les projets de règlements locaux seraient examinés par les ACVM afin d'évaluer la possibilité d'une adoption pancanadienne. Les ministres seraient informés de toutes ces initiatives.

**Gouvernance et responsabilité**

Les ministres demeureraient responsables, envers leurs mandants, de la qualité de la réglementation des valeurs mobilières.

Les structures de réglementation existantes demeureraient en place mais seraient complétées et améliorées par des mécanismes visant à appliquer les principes mentionnés dans le présent document (voir la partie 1.3).

Les ministres provinciaux et territoriaux responsables de la réglementation des valeurs mobilières se réuniraient périodiquement pour:

- réévaluer leurs objectifs à l'égard du régime de réglementation des valeurs mobilières;
- maintenir et accroître l'harmonisation des lois sur les valeurs mobilières;
- surveiller les examens périodiques annuels ou bisannuels de la législation en valeurs mobilières;
- surveiller l'état et l'application du régime de passeport;
- réagir aux grandes questions internationales

Les hauts fonctionnaires se réuniraient au moins deux fois par année pour:

- évaluer l'état et l'application du nouveau régime de réglementation;
- formuler des recommandations en vue d'atteindre les objectifs visés et d'appliquer les principes approuvés par les ministres;
- réagir aux grandes questions internationales.

Les ACVM élaboreraient des règlements uniformes et prendraient d'autres mesures compatibles avec les objectifs visés et les principes approuvés par les ministres.

**Évaluation du régime de passeport en regard des principes du comité**

***1. L'application des normes de protection des investisseurs les plus élevées qui soient***

Des autorités qui disposent d'un personnel compétent, qualifié et très au fait des marchés locaux favorisent le respect de normes élevées en matière de protection des investisseurs dans leur juridiction respective. Les questions qui ont clairement une portée multi-juridictionnelle ou nationale nécessiteraient la collaboration du personnel responsable de leur application dans chacune des juridictions visées et, possiblement, la tenue d'audiences conjointes.

L'application de lois et de règlements harmonisés par un personnel compétent assurerait la protection de tous les investisseurs canadiens par des normes équivalentes.

Comme les autorités locales sont les mieux placées pour recevoir les plaintes des investisseurs, les relations entre les participants au marché et les investisseurs seraient toujours régies par l'autorité et les tribunaux de la juridiction de l'investisseur.

***2. La mise en œuvre d'une réglementation efficace, efficiente et simplifiée***

Les participants au marché n'auraient à apprendre et à respecter qu'un seul ensemble de règles d'accès au marché et, concernant leur application, n'auraient généralement à traiter qu'avec une seule autorité en valeurs mobilières, puisque l'autorité hôte ne prendrait des mesures d'application que si elle était insatisfaite de celles prises par l'autorité principale (voir plus haut). L'application d'un seul ensemble de règlements par une seule autorité éliminerait l'obligation actuelle pour les participants au marché de faire affaire avec plusieurs autorités pour accéder aux marchés. Pour leur part, les investisseurs continueraient à observer la réglementation et à traiter avec

l'autorité en valeurs mobilières de leur seule juridiction. Ainsi, le régime de passeport conserverait tout à la fois l'avantage que représente l'accès aux services d'experts locaux en matière de réglementation dans chaque juridiction.

La réglementation serait par ailleurs simplifiée, le régime de passeport étant relativement simple à mettre en application puisqu'il s'inspire de la structure réglementaire et du régime d'examen concerté existants.

### *3. La capacité d'adaptation à l'évolution des marchés*

L'adoption d'un processus élaboré de modification des lois et des règlements améliorerait la capacité d'adaptation à l'évolution des marchés. Les ACVM pourraient continuer de jouer un rôle important à cet égard, en ayant, par exemple, un mandat plus étendu qui leur permettrait de passer en revue la création de nouveaux produits et procédés et d'atteindre un consensus quant aux améliorations recommandées.

### *4. La transparence, l'accessibilité et la responsabilité à l'égard des parties intéressées, dans une structure clairement établie de reddition de comptes auprès des autorités publiques*

L'adoption de lois harmonisées favoriserait la transparence du régime de réglementation en matière d'accès au marché grâce à l'élimination des divergences entre les textes des différentes juridictions à l'origine de difficultés en matière de conformité et d'application de la loi. Les gains, sur le plan de l'efficience, pouvant être tirés d'une meilleure harmonisation permettraient de réduire les coûts et d'améliorer l'accès des émetteurs aux marchés des capitaux. De plus, les participants et les investisseurs bénéficieraient encore des services d'experts en matière de réglementation locale. L'obligation de reddition de comptes auprès des autorités publiques élues serait maintenue par l'établissement des axes de responsabilité.

Les investisseurs continueraient de s'adresser à l'autorité de leur juridiction, rendant ainsi le régime de réglementation d'utilisation simple. L'investisseur qui voudrait exercer un recours contre un participant au marché le ferait devant les tribunaux de sa juridiction.

### *5. L'harmonisation des lois et des règlements sur les valeurs mobilières et la définition des exceptions permettant les particularités locales et régionales*

L'harmonisation la plus complète possible des lois faciliterait l'adoption d'un régime de passeport efficace et, par le fait même, la collaboration et la reconnaissance mutuelle.

L'application de lois harmonisées réduirait les doubles emplois au sein du régime de réglementation, le simplifierait dans son ensemble et permettrait d'amoindrir le manque de cohérence dans l'information publiée à l'intention des investisseurs. Cependant, l'harmonisation en soi ne réduit pas nécessairement la complexité effective des obligations réglementaires.

### Évaluation du régime de passeport en regard des préoccupations relatives au régime de réglementation actuel

L'adoption du régime de passeport permettrait de régler les principaux problèmes soulevés au fil des ans par les participants au marché, soit qu'il est coûteux et inefficace d'avoir à s'adresser à plusieurs autorités provinciales et territoriales et de devoir se conformer à plusieurs législations afin d'avoir accès au marché des valeurs mobilières. L'adoption du régime de passeport et l'harmonisation des lois ainsi que l'application de systèmes électroniques tels que la BDNI et SEDAR permettraient la mise en application d'un vrai guichet unique, c'est-à-dire la capacité de traiter avec une seule autorité pour s'inscrire ou

effectuer un dépôt de documents dans plus d'une juridiction. Bien que les participants au marché seraient toujours tenus d'acquitter les droits de dépôt exigibles dans les territoires hôtes, le processus s'en trouverait considérablement simplifié.

Les émetteurs assujettis (et leurs initiés) ne seraient tenus de déposer leurs documents qu'auprès d'une seule autorité, n'auraient qu'une seule série d'exigences de prospectus et d'obligations d'information à laquelle se conformer, et soumettraient leurs documents et demandes de dispense de l'application des lois qu'à une autorité aux fins d'examen et d'approbation. Les autres juridictions s'en remettraient aux décisions prises par l'autorité principale, solutionnant ainsi l'un des problèmes soulevés par les émetteurs assujettis, soit que le système actuel de dépôt de prospectus et de documents d'information continue dans plusieurs juridictions engendre des coûts ou des retards.

L'adoption du régime de passeport favoriserait un développement harmonisé de la réglementation. Comme le régime se fonde sur la reconnaissance par une juridiction des décisions prises par une autre, conformément aux règlements applicables, les juridictions auront beaucoup plus tendance à accepter les décisions prises par d'autres si la réglementation est harmonisée. Par conséquent, l'adoption d'une structure établie visant à coordonner les modifications apportées à l'avenir aux lois harmonisées viendrait assurer que les participants au marché et les investisseurs puissent continuer de tirer profit de l'harmonisation et d'un régime de réglementation des valeurs mobilières souple et apte à soutenir les pressions des marchés des capitaux.

En ce qui a trait à la prise de mesures d'application, le territoire principal demeurerait responsable à l'égard de ses participants au marché, dans la mesure où les règles d'accès au marché sont visées. Les territoires hôtes laisseraient l'autorité principale prendre les mesures d'application pour ces questions. À l'heure actuelle, aucune disposition législative n'habilite une autorité à en reconnaître une autre pour prendre des mesures d'application en son nom. L'harmonisation viendrait faciliter l'application d'un ensemble de règles cohérentes d'accès au marché. Les juridictions continueraient de collaborer avec les autres autorités à l'égard des contrevenants transfrontaliers. Les investisseurs seraient ainsi assurés de ne traiter qu'avec les autorités et tribunaux locaux.

### 3.1.1 Questions relatives au régime de passeport

**Les questions qui suivent pourront servir à la formulation des observations.**

**Q5** Le régime de passeport règlerait-il en grande partie les problèmes liés à la structure réglementaire soulevés dans le présent document? Sinon, quels problèmes resteraient à régler?

**Q6** D'autres éléments pourraient-ils être prévus par le régime de passeport afin de régler ces problèmes?

La volonté des juridictions de participer à un régime de passeport, qui s'appuie sur les lois et les décisions des autres juridictions en ce qui concerne l'accès au marché, repose sur un niveau d'harmonisation des lois et règlements suffisant.

**Q7** Quels éléments de la réglementation sur les valeurs mobilières sont les plus importants à harmoniser dans toutes les juridictions?

**Q8** Quel degré d'" harmonisation " est nécessaire pour que le régime de passeport soit une réussite?

**Q9** Quels devraient être les principes permettant de s'écarter des normes harmonisées?

**Q10** D'autres éléments pourraient-ils être prévus en vue d'améliorer le système de gouvernance proposée?

---

# 4.0 Conclusion

Les ministres provinciaux et territoriaux estiment que la vitalité de l'économie canadienne est tributaire de l'application d'un régime de réglementation des valeurs mobilières efficace, simplifié et efficient, soutenant la confiance des investisseurs et facilitant la collecte de capitaux. La formulation d'observations par les parties intéressées au sujet des problèmes que soulève le régime actuel et du régime de passeport proposé en vue d'y remédier constitue une étape importante dans l'atteinte de l'objectif commun, soit l'adoption d'un régime de réglementation des valeurs mobilières amélioré pour le bénéfice de tous les Canadiens.